

## 企業経営におけるコンプライアンスの重要性（嵯峨 一郎教授退職記念号）

著者	貞松 茂
雑誌名	熊本学園商学論集
巻	18
号	2
ページ	161-173
発行年	2014-03-28
URL	<a href="http://id.nii.ac.jp/1113/00000300/">http://id.nii.ac.jp/1113/00000300/</a>

〈研究ノート〉

## 企業経営におけるコンプライアンスの重要性

貞 松 茂

### 序

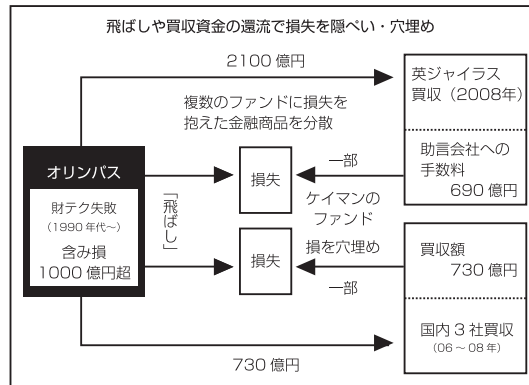
コーポレート・ガバナンスが問題視され始めてからすでに久しくなった。その間、コーポレート・ガバナンスに関して法整備、市場規制、各種のガイドライン、企業の対応もなされた。しかし、依然として、コーポレート・ガバナンスの重要な側面である不祥事はなくならない。日本は、コーポレート・ガバナンスはあまり前進していないとも言われる。近年では、オリンパスの有価証券報告書虚偽記載や大手証券会社からの未公表の増資情報の漏洩によるインサイダー取引の誘発が顕著な事例である。2つの事象とも、今や、コーポレート・ガバナンスの中核とも言えるコンプライアンス（compliance）の問題である。コンプライアンスは法令順守とされるが、本義は社会の期待に誠実に応えることであり、『広辞苑（第6版）』によれば要求や命令に従うこと、特に企業が法令や社会規範、企業倫理を守ること、とある。つまり、コンプライアンスは単に法令順守ということではなく、企業倫理が重要なのである。

小稿では、近年の2つの事象を取り上げて、コンプライアンス問題に焦点を絞り、その本義に照らしてコーポレート・ガバナンス問題を再考してみたい。

## 第1章 オリンパスによる有価証券報告書虚偽記載

オリンパス（監査役設置会社）の損失隠しの構図は図1のとおりである。

図1



(出所)『日本経済新聞』2011年11月9日朝刊。

すなわち、オリンパスは1990年代に入って先物取引による有価証券投資を進めた。しかしながら、それは失敗し、1,000億円超の含み損を抱えることになった。ところが、2001年3月に金融商品の一部について時価会計制度が導入された。それで、含み損の表面化を避けるために証券関係者の知恵も借りて、社外の投資ファンドに含み損を抱えた金融商品を移し替える飛ばしを行った。飛ばしには、オリンパスが出資したケイマン諸島籍のファンドなど複数のファンドを利用した。その方法は、含み損を抱えた金融商品とファンドが発行する債券を簿価で等価交換するというものであった（『日本経済新聞』2011年11月9日朝刊）。含み損は埋められなければならない。そこで、オリンパスが講じた方法が買収の利用であった。一つは、国内の医療関連会社3社であり、2006年～08年にかけて行われた。買収金額は730億円ともいわれ、うち520億円相当が「のれん」であり、それがファンドへの支払い（穴埋め）に充てられた。いま一つは、2008年、やはり医療機器会社である英ジャイラスの買収が利用された。買収金額は2,100億円であったが、この買収に絡んで助言会社に690億円相当の手数料を支払っており、この一部が損失隠しの穴埋めとしてファンドに支払われた（同上）。

損失隠しは、オリンパスが設置した第三者委員会の調査によって判明した。損失隠しの先送りには1984年～93年の社長、1993年～2001年の社長、そして2001年～11年4月の社長

の三代にわたって行われていたようである（同上）。発覚後、証券取引等監視委員会は調査に乗り出し、結果、次のような経過を辿った。

一つは、証券取引等監視委員会が金融商品取引法違反（虚偽有価証券報告書提出）の嫌疑でオリンパスを東京地方検察庁検察官（以下、東京地検）に告発した（同上、2012年3月3日朝刊）。これを受けて、東京地検特捜部は、巨額の粉飾は当時の経営陣が主導した組織的行為だと判断した。すなわち、①長年にわたり損失を簿外処理するなど一連の不正経理が歴代社長や財務担当役員らの間で引き継がれていた、②旧経営陣らが部下に指示し業務の一環として粉飾を実行していた、とした。いま一つは、証券取引等監視委員会は、オリンパスに課徴金納付を命じるよう金融庁に勧告した。課徴金額は約1億9,000万円で、課徴金額としては史上9番目の規模である。証券取引等監視委員会は、2007年3月期から11年3月期決算の有価証券報告書をその間の四半期報告書について、純利益のかさ上げがあると認定したのである（同上）。

かくして、オリンパスは、同一の虚偽記載について、刑事告発と課徴金勧告を併用された初の事例となった。

他方、東京証券取引所は、2012年1月20日、オリンパスは債務超過には陥っておらず、投資家の判断に重大な影響を与えたとはいえないとして1,000万円の上場契約違約金を求めたほか、有価証券報告書虚偽記載をもって「整理銘柄」に指定した。また、企業統治には問題があったとして2012年1月21日付で同社株を「特設注意市場銘柄」（内部管理体制の改善に関する報告書を年1回提出する必要がある。早ければ1年で解除されるが、最長3年で改善がなければ上場廃止となる）にした。東証がこのような方式で上場維持を決めた理由は、粉飾への関与者が一部経営陣に限られるため組織ぐるみとはいえないというものであった（同上、2012年1月21日朝刊）。なお、オリンパスは、2013年6月11日に「特設注意市場銘柄」を解除されている（同上、2013年6月12日朝刊）。

また、監査役や監査法人の責任を調査していた社外の専門家によるオリンパス調査委員会は、元・現（当時）監査役5人に対して会社に損害を負わせた責任があるとして83億円の損害額を認定した。責任を問われたのは、常勤監査役3人と社外監査役2人である。このうち1人は、オリンパスが損失飛ばしを始めた1990年代に経理部長を務めていた者であり、損失飛ばしを認識する立場にあったこと、他の4人は損失飛ばしを認識していなかったが、異常に高額での企業買収を承認するといった取締役の善管注意義務違反行為を見過ごしたとみなされたのである。すなわち、後者の4人は、オリンパスによる国内3社の買収について取締役会で異議を唱えたり、再調査を要求しなかったことが問題とされたもので、いわば黙認の

責任を問われた形である。これを受けて、オリンパスは5人を提訴した（同上、2012年1月18日朝刊）。オリンパスはまた、旧・現（当時）経営陣19人に対して計36億1,000万円の損害賠償を求める訴訟を起こした（同上、2012年1月17日朝刊）。

一方、オリンパス委員会は、監査法人の注意義務違反は認められなかったとした。2009年3月期まで監査を担当したあずさ監査法人については、通常必要とされる監査手続きを実施していたとして、職責上、損失分離の仕組みを発見できなかったのはやむを得ないと判断した。また、あずさ監査法人の後、監査を担当した新日本監査法人についても、英ジャイラスの買収に伴う助言会社への報酬を含め多額ののれん代計上を認めたことについて会計処理上、不当とは言えないとした。オリンパス委員会は、執行役員の責任は認めなかった（同上）。

オリンパスに対してはさらに、株主たち（株主と元株主59人と2社）も損害賠償を求めた。すなわち、オリンパスの粉飾決算で株価が下落し、損害を受けたとして株主たちが総額約3億7,000万円の損害賠償を求める集団訴訟を起こした。彼らは、オリンパスが損失隠しを公表した2011年11月8日の前日までに同社株を取得し、株価急落で損害を受けたとしている。損害額は、①株を現在（当時）保有している場合は、取得時と損失隠し公表後1カ月間の平均株価の差額、②株を既に売却した場合は、取得時と売却時の株価の差額と主張しており、1人当たりの損害額は平均約550万円であり、最高額は約7,400万円とした（同上、2012年3月29日朝刊）。これを含め、国内外の投資家から21件、計519億円の損害賠償を求める訴訟を起こされている（同上、2012年7月17日朝刊）。

ちなみに、オリンパスの株価は、2011年10月13日、2,482円していたものが同年11月8日には734円まで下がった。下げ幅は1,748円であり、実に70%の下げであった。その後も株価は下げ止まらず、同年11月11日には424円ぐらいまで下がった。1980年代以降では最安値であった。

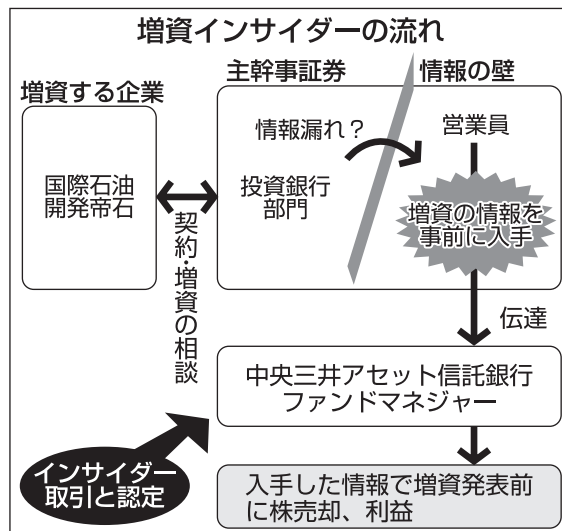
さて、以上のような状況下にあって、オリンパスはどのように統治体制を変えたか。前社長ら11人いた取締役は全員退任、代わって新社長を含む11人の取締役が選任された。11人のうち8人が社外取締役である。しかし、8人のうち2人は取引銀行出身（元専務と元執行役員）であり、そのうちの1人が取締役会会長となっている。この2人についての株主総会での賛成率は6割弱であった。他の6人は、大手企業の前会長や元副会長、元常務、現最高顧問、現社長2人であり、彼らの株主総会での賛成率は8割前後であった。社内取締役は生え抜きの3人であり、そのうちの1人が社長となっている。この点について、株主からは純粋なオリンパス出身者が3人だけで、経営戦略を深く練れるのか、との疑問が上がったようである。他方、前取締役のうち2人は、損失隠しに直接係わらなかったとして執行役員に

なっている。彼らは、海外事業と顕微鏡や工業用内視鏡などのライフ・産業事業の責任者に就いた（同上、2012年4月17日朝刊）。

## 第2章 未公表の増資情報の漏洩

証券会社が増資インサイダー取引に関与するという不祥事が相次いだ。その一つに、国際石油開発帝石の増資に絡んだ中央三井アセット信託銀行（現在は、住友信託銀行と中央三井信託銀行の2行と合併して三井住友信託銀行となっている）によるインサイダー取引において主幹事証券会社の営業担当者がインサイダー情報を中央三井アセット信託銀行の株式運用部門のファンドマネジャーに提供した事象がある。この営業担当者が所属していたのが委員会設置会社である野村證券である。図2は、そのときの流れを表している。

図2



（出所）『日本経済新聞』2012年3月22日朝刊。

すなわち、主幹事証券会社の投資銀行部門は、国際石油開発帝石と契約や増資の相談をする。それは、増資発表前ではインサイダー情報である。この情報を主幹事証券会社の投資銀行部門は営業員に漏らしてはならない、あるいは逆に営業員は入手してはならないという情報の壁（ルール）が設定されている。それが、今回破られ、営業員が中央三井アセット信託銀行のファンドマネジャーに伝えたのである（同上、2012年3月22日朝刊）。

この点に関し、野村證券の社長は、1990年代の不祥事の際に個人向け（リテール）営業部門はコンプライアンス（法令順守）体制が大幅に強化されたものの、機関投資家営業部に代表される法人向けのプロ同士のビジネスでは情報管理の体制が甘かった事実を認めた（同上、2012年6月30日朝刊）。また、野村を根底から再構築したいとし、単にルールや法令順守だけではなく、資本市場という公共財に携わっている社会的責任は重い。社会的使命や倫理観などが希薄化していたと言わざるを得ない（同上、2012年7月27日朝刊）、とも言っている。

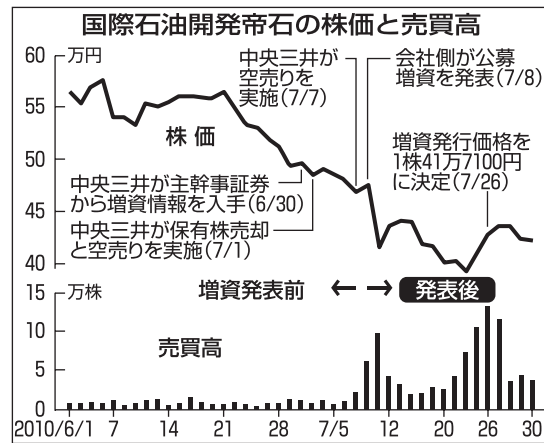
インサイダー取引は市場の公正性を著しく損なうものである。今回の件については、証券取引等監視委員会も日本の証券市場にとって前例のない非常に重大な事案と強調した（同上、2012年3月22日朝刊）。そして、委員会は、企業情報の管理が不十分だったとして、金融商品取引法に基づき野村證券を処分するよう金融庁に勧告した（同上、2012年8月1日朝刊）。これを受けて金融庁は、野村證券に対して内部管理や法令順守の体制見直しを求める業務改善命令を出した。そこでは、改善への取り組み状況の報告も義務づけている（同上、2012年8月4日朝刊）が、野村證券は改善策を策定し、定期的に改善策の進捗状況を報告している。

また、日本証券業協会は3億円の過怠金を科す処分を出すとともに、再発防止策の策定と実施状況の報告を求めた（同上、2012年10月17日朝刊）。さらに、東京証券取引所も取引所での信用を著しく失墜させたとして過去最高額の2億円の過怠金を発表したし、大阪証券取引所も1,600万円、名古屋証券取引所も800万円の過怠金をそれぞれ発表した（同上、2012年11月1日朝刊）。

ちなみに、野村證券の株価は、2012年3月22日の396円から同年6月4日には、1974年以降最安値に近い242円にまで下落した。38.8%の下げであった。

さて、インサイダー取引を実際に行った中央三井アセット信託銀行にも言及しておく必要がある。インサイダー情報を基に中央三井アセット信託銀行が株式市場で取引を行った状況は図3のようであった。

図 3



(出所) 同上。

すなわち、2010年6月30日に増資インサイダー情報を入手、7月1日に国際石油開発帝石保有株を1株48万円程度で売却と同時に空売りを実施。下落トレンドにあった株価はさらに低下傾向に繋がった。さらに、7月7日にも空売りを1株46～47万円程度で空売りを実施しており、その翌日（7月8日）国際石油開発帝石は公募増資を発表した（同上、2012年3月22日朝刊）。増資を発表すると、株式発行量（供給量）が増えるため株価は大きく下落することが多いが、国際石油開発帝石の場合も、1株41～42万円程度に大きく下げている。このとき、中央三井アセット信託銀行は国際石油開発帝石株を買い戻している。これにより、7月1日の空売り分については1株6～7万円程度、7月7日の空売りの分についても1株4～6万円程度の利益を上げている。

利益の総額は1,400万円強とみられている。中央三井アセット信託銀行は、こうして利益を上げたのだが、この運用資金は主に海外投資家であり、利益は彼ら投資家に入った（同上）。

この取引について証券取引等監視委員会は、事前に入手した公募増資に関する内部情報を基に発表前に株式を空売りし利益を得たとして中央三井アセット信託銀行に課徴金を科すように金融庁に勧告した。課徴金は不正に得た利益にかかるため、今回のケースでの中央三井アセット信託銀行の利益は運用報酬の5万円であり、極めて少額の課徴金となった（同上）。

ところで、金融庁は金融商品取引法の改正を国会に提出していたが、2013年6月12日に成立した。そのなかには、証券会社の社員が情報を漏洩しインサイダー取引に繋がった場合、仲介手数料（3カ月分）を没収する課徴金制度の新設もある。違反に関わった役職員も公表



する。重要情報を何度も漏らすなど悪質な場合には、懲役5年以下を科す刑事罰も設けられた。また、他人の資産を運用する機関投資家への課徴金も運用報酬額の3カ月分へと上げる（同上、2012年12月26日朝刊、2013年6月13日朝刊）。ともに、2014年春より実施される。

### 第3章 吟味と結語

以上、オリンパスと野村證券の不祥事を見てきた。奇しくも、前者は監査役設置会社であり、後者は委員会設置会社<sup>1)</sup>である。後者はもちろんのこと前者にも社外取締役が3人いたし、当然、社外監査役（2人）もいた。後者の監査委員会は2013年6月26日現在、3人中2人が社外取締役であり、委員長は社外取締役である（<http://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20130626/20130626.pdf#search>）。また、委員会設置会社でありながら、執行役だけでなく、執行役員もいた。しかし、不祥事を止めることはできなかった。オリンパスは三代の社長に損失隠しが受け継がれていたのであるし、後者も営業員が情報の壁を執拗にこじ開けた。結局、法によるガバナンス、いわば法令順守というコンプライアンスの強化を招いた。

監査役設置会社であっても、多くの会社は社外取締役<sup>2)</sup>を入れているし、委員会設置会社の社外取締役も含め独立性の高い社外取締役もいる<sup>3)</sup>。また、多くの会社はりっぱなコーポレート・ガバナンス体制を敷いており、コンプライアンス体制も整備している会社も多い。証券取引所も上場会社にはコーポレート・ガバナンス体制の構築を強く求めている。それでも、不祥事はなくなる。他面、りっぱなコーポレート・ガバナンス体制を敷き、コンプライアンス体制も整えていたであろうが、それは機能していなくても企業価値（株式時価総額）を上げている会社もあったであろう。上に挙げた2社は多分にそのような面が強い。オリンパスは消化器内視鏡では世界シェア70%を占めていたし、野村證券は業界のリーディングカンパニーであり、強い営業力を持ち、増資の際、多くの主幹事を務めていた（むろん、企業価値には様々な他の経済的・非経済的要因も影響を与える）。だから、実際には、コンプライアンスは不十分であったにもかかわらず企業価値は維持できていた。

だが、コンプライアンスの不備が露呈するとたちまち企業価値は落ちてしまう。例え、強い商品力を持っていた、強い営業力・主幹事力を持っていたとしても。これは、どういうことだろうか。思うにそれは、コンプライアンスを多分に法令順守を中心に考えているからではあるまいか<sup>4)</sup>。法令順守さえしておけばよいという考えであり、それも正しく法令順守をしていなくてもしているように見えればよいという考えがあるからではなかろうか。要

は、表面に出なければよいのである。これでは、コーポレート・ガバナンス体制、コンプライアンス体制を構築しているとして組織作りもしっかり行っていると社会に提示していても、それはほとんど全く意味をなしておらず、実質的にコーポレート・ガバナンスは進んでいない、ということになる。

それでは、どうあればよいのであろうか。その解答の一つが、コンプライアンスの意味するもう一つの内容である企業倫理という点であろう。日本経済新聞（2012年4月6日朝刊）も、コンプライアンスの本義は法令・定款もさることながら、企業倫理に従っているか否かにあると言っているし、また独シエメンズ社長のペーター・レッシャー氏は、2010年、170万ユーロ（当時の為替レートで換算すれば1億7,000万円強）の私財を投じてミュンヘン工科大学に「企業倫理」の講座を設けた。リーマン・ショック後、ドイツでは企業倫理の重要性が再認識されている（『日本経済新聞』2011年12月4日朝刊）、という。企業経営には、したがってコーポレート・ガバナンスには、企業倫理を根底に置き、それが実質生・実効性を持っているかどうかを最も肝要だと言えるであろう。日本経済団体連合会による報告書『企業価値の最大化に向けた経営戦略』（2006年3月22日）によれば、99%以上の確率で企業価値に対して明らかにプラスという結果を出している項目の1つに「経営理念の明確化・徹底／法令順守を含む企業倫理の徹底」（『報告書』15頁）がある。そして、こう結んでいる。「企業倫理の徹底を前提とした良識ある日々の努力こそ、企業価値の最大化の王道である」（同上、25頁）と。

以上のこと、つまり倫理の重要性は、何も企業経営のみに関することではないであろう。あらゆる経営とみなされる組織体に共通に当てはまることであろう。人間は様々な経営環境の中でそれぞれの生き様をしている。そこには、当然、「自らの立ち位置」というものがあり、それには「意味」がある。この「自らの立ち位置の意味」を知ること、やってはならぬ、あるいは逆にやらねばならない倫理が芽生えるのではあるまいか。

ところで、上述の日本経済団体連合会の報告書によれば、企業価値に99%以上の確率でプラスである項目は「経営理念の明確化・徹底／法令順守を含む企業倫理の徹底」の他に、「中長期的な視点からの研究開発の推進」、「IRをはじめ情報開示の推進」、「女性、障害者、高齢者などの雇用機会の提供」がある。また、95%以上の確率でプラスである可能性がある項目には「優秀な人材の育成」、「環境負荷の軽減」がある（同上、15頁）<sup>5)</sup>。コーポレート・ガバナンスの目標には、不祥事の防止というだけでなく競争力の向上もある。そして、企業のなすべきことは社会に有用な商品・サービスの開発・提供である。日本経済団体連合会の研究成果を所与のものとして、また多少の事柄を加えて、これらを統一的に理解するとする

ならば、以下のように捉えることは一定の意義があるであろう。

すなわち、「経営理念の明確化・徹底／法令順守を含む企業倫理の徹底」を根底に置き、これに基づいて環境負荷の軽減など数多く存在する社会的問題を解決するための社会に有用な商品・サービスの開発・提供をするべく中長期的な視点からの研究開発を進める。そのため、女性・障害者・高齢者などを含め優秀な人材を集め育成する。こうして競争力を高め、かくて売上高や売上高経常利益率、配当性向さらにはROEやROAなどを上昇させ、IRをはじめ情報開示も推進して企業価値を高める、ということである。

このようなコーポレート・ガバナンスが実現できれば、社会はより質の高いところに前進するに違いない。かくして、企業倫理としてのコンプライアンスは企業の持続可能性を実現させる源になりうると考えられる、ということをもって小稿での結語としておきたい。

[注]

- 1) 日本監査役協会によれば、委員会設置会社は2013年6月13日現在、90社ある（<http://www.kansa.or.jp/support/library/secretariat/post-2.html>）。周知のように、委員会設置会社には取締役会の中に指名委員会、監査委員会、報酬委員会の3つの委員会の設置が義務づけられているが、監査役設置会社の中にもそのような委員会を設置している会社もある。例えば、三井住友フィナンシャルグループは取締役会の中に先の3つの委員会と、その他にリスク管理委員会も設置している（<http://www.smfg.co.jp/aboutus/pdf/internal.pdf>）。
- 2) 2012年9月10日現在で東京証券取引所に株式を上場しているすべての内国会社2,275社を対象として、社外取締役を選任している会社は54.7%であり、監査役設置会社（2,226社）に限っても53.7%である（東京証券取引所『東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2013』21頁）。
- 3) 独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役または社外監査役）の総数は延べ4,815名（「名」は東証の『白書』の文字使用に合わせている）であり、そのうち社外取締役は1,280名（26.6%）であり、社外監査役が3,535名（73.4%）である。また、監査役設置会社で4,651名であり、委員会設置会社では164名である。上場会社1社あたりでは平均2.12名であり、監査役設置会社では2.09名、委員会設置会社では3.35名となっている（同上、47頁および50頁の図表65）。

一方、役員の独立性については、次のような見解もある。会社との関係が薄い役員＝独立性が高い役員というわけではない。取締役や監査役の独立性とは、経営トップに隠せず、

役員としての義務を遂行する意思力である。かかる意思力があれば、社内役員でも独立性に不足はない（「大機小機」『日本経済新聞』2012年1月28日朝刊）。

なお、東証『白書』によれば、独立役員の属性は、1社あたり平均2.12名のうち、他の会社の出身者が1.09名（51.7%）と最も多く、あとは弁護士の0.43名（20.5%）、公認会計士0.26名（12.4%）、学者0.12名（5.6%）、税理士0.10名（4.9%）、その他0.09名（4.3%）の順であった（東京証券取引所『東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2013』50頁）。また、独立役員に指名した理由には、「経験を有する」、「一般株主への配慮」、「利益相反の回避」、「見識」、「専門性」、「利害関係がない」、「客観性」などがあった（同上、53頁の図表69）。

- 4) 法令遵守（「遵守」は東証の『白書』の文字使用に合わせている）に言及している会社は上場会社全体で94.7%であった。監査役設置会社でも同じく94.7%であったが、委員会設置会社では91.8%と2.9ポイント低かった。東証第一部、東証第二部、東証マザーズの市場区分でみると、それぞれ95.5%、93.3%、90.3%となっており、企業規模が大きくなるほど高くなっている。他方、倫理に言及しているのは上場会社全体で55.1%であった。監査役設置会社では55.3%であったが、委員会設置会社では46.9%と8.4ポイントも差があった。東証第一部、東証第二部、東証マザーズの市場区分でみると、それぞれ56.9%、51.8%、46.0%となっており、これについても企業規模が大きくなるほど高くなっている（同上、84頁の図表93。なお、図表93には、内部統制システムとして関心の高いリスク管理、情報管理などについても記載されているので、ここでは表aとして下に示しておこう）。

みられるように、法令遵守に比べ倫理への関心はそれほど高くないとみられ、このあたりに不祥事が生じる根っこがあるとも推測できる。

表 a 内部統制システムの基本的な考え方及びその整備状況

	会社法		リスク管理		法令遵守		情報管理	
	該当比率	前回比 (ポイント)	該当比率	前回比 (ポイント)	該当比率	前回比 (ポイント)	該当比率	前回比 (ポイント)
	27.8%	-1.7	78.4%	1.0	94.7%	-0.3	20.2%	-0.7
監査役設置会社	27.8%	-1.6	78.6%	1.0	94.7%	-0.3	20.4%	-0.6
委員会設置会社	28.6%	-4.8	71.4%	0.8	91.8%	-0.3	14.3%	-1.4
東証第一部	29.4%	-1.6	79.6%	1.2	95.5%	-0.7	21.4%	-0.8
東証第二部	23.4%	-1.4	75.4%	0.7	93.3%	1.2	16.0%	-1.2
東証マザーズ	23.3%	-3.6	73.9%	-0.9	90.3%	-0.3	19.3%	1.2

	倫理		意思決定	
	該当比率	前回比 (ポイント)	該当比率	前回比 (ポイント)
	55.1%	-2.9	61.6%	2.3
監査役設置会社	55.3%	-2.7	61.9%	2.5
委員会設置会社	46.9%	-9.9	6.9%	-6.0
東証第一部	56.9%	-3.1	61.5%	1.8
東証第二部	51.8%	-2.6	59.2%	3.4
東証マザーズ	46.0%	-2.3	68.2%	3.9

（出所）東京証券取引所『東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2013』84 頁。

5) 日本経済団体連合会は、その報告書『企業価値の最大化に向けた経営戦略』において、二つの視点から分析を試みている。一つは「当面の業績改善に直結する経営戦略と企業価値」との関係であり、二つは「中長線を視野に入れた経営戦略と企業価値」との関係である。ここで紹介した一部は後者のことに関係している。分析全体の結果を記しておくとな次のような内容である。

調査対象は、日本経済団体連合会会員企業（金融・保険業を除く）のうち、証券取引所に上場している企業 831 社であり、うち 306 社が回答している。調査内容は、「中長線を視野に入れた経営戦略」への取り組み状況であり、これを競業他社よりも進んだ取り組みを行っているかどうかで判断している。判断はパネルデータ分析をもって行っている。その分析結果が表 b である。

表 b 「中長期を視野に入れた経営戦略」が「企業価値のプレミアム」に

及ぼす影響〔パネルデータ分析の結果〕

一人材育成・研究開発・企業倫理・情報開示・環境負荷軽減などが、

理論値以上の株式時価総額〔プレミアム〕につながる－

1. 優秀な人材の育成	☆☆
2. 中長期的な視点からの研究開発の推進	☆☆☆
3. 企業風土のグローバル化の推進	★★★
4. 取引先との継続的・安定的な関係の構築/調達先の育成・支援	
5. 経営理念の明確化・徹底/法令順守を含む企業倫理の徹底	☆☆☆
6. 執行と監督の明確な分離（いわゆる米国型コーポレートガバナンス）	
7. 財務報告に係わる内部統制の充実	
8. IRをはじめ情報開示の推進	☆☆☆
9. 商品の安全性確保・品質向上/消費者・顧客への対応向上	
10. 従業員の人権保護などの推進	
11. 女性・障害者・高齢者などの雇用機会の提供	☆☆☆
12. 環境負荷の軽減	☆☆
13. 社会貢献/内外の地域との共生	

注 1) 「☆☆☆」は「明らかにプラス（99%以上の確率）」、「☆☆」は「プラスである可能性が高い（95%以上）」、「★★★」は「明らかにマイナス（99%以上の確率）」、空欄は「プラス、マイナスのどちらとも言えない状態」であることを示す。

注 2) 分析は日本経団連事務局において実施。詳しい分析方法は、26 項以降の補論 1 に記述している。

注 3) 「政治への積極的な貢献」の分析結果は、サンプル数が少ないことから、図表に掲載していない。

（出所）日本経済団体連合会報告書『企業価値の最大化に向けた経営戦略』15 頁。